



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**
FACULTAD DE ECONOMÍA
Y FINANZAS

**PRÉSTAMOS VERSUS BONOS, VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE
CADA TIPO DE DEUDA DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA
EMPRESA**

**Trabajo de suficiencia profesional presentado para optar al Título profesional de
Licenciado en Economía**

Presentado por:

Bruno Alejandro Sánchez Delgado

Joaquín Eduardo Delgado Quiroz

Lima, Enero 2020

RESUMEN

Entre los distintos tipos de deuda que puede adquirir una empresa, los bonos y préstamos bancarios son actualmente los más comunes. Para decidir entre estos instrumentos de financiamiento, las firmas evalúan las ventajas y desventajas de cada uno. El objetivo del trabajo es identificar tanto factores internos de las firmas como externos que inciden en la decisión del tipo de deuda a tomar. Según los factores identificados, las empresas optarán por el tipo de deuda que más se adecúe a sus necesidades según las ventajas que este ofrece. Se revisa literatura tanto teórica como empírica que analiza este tema y se realizan entrevistas a empresas para analizar el caso peruano. En cuanto a los factores internos, concluye que empresas consolidadas, con alto volumen de ventas y/o grandes proyectos de inversión y con buen historial crediticio optarían por emitir bonos directamente. Por otro lado, empresas en etapas iniciales de crecimiento, con menores necesidades de financiamiento e inversiones pequeñas o medianas elegirían tomar préstamos bancarios. Por el lado de los factores externos, firmas que operan en países con alto riesgo país o con un mercado de capitales poco desarrollado optarán por pedir préstamos bancarios antes que bonos debido al mayor costo relativo de estos últimos, sobre todo en economías emergentes.

ABSTRACT

Among the different types of debt that a company can acquire, bank loans and bonds are currently the most common. To decide between these debt instruments, firms weight the advantages and disadvantages of each. The objective of the paper is to identify both internal factors of the firms and external factors that influence the decision of the type of debt to be taken. According to these factors, companies will opt for the type of debt that best suits their needs according to the advantages it offers. Both theoretical and empirical literature are reviewed and interviews with companies are conducted to analyze the Peruvian case. Regarding internal factors, conclusions are that consolidated companies, with high sales volume and/or large investment projects and with good credit history would choose to issue bonds directly. On the other hand, companies on early stages of growth, with lower financing needs and small or medium investment projects would choose to take bank loans. On the side of external factors, firms that operate in countries with high country risk or with an underdeveloped capital market will choose to apply for bank loans rather than bonds due to the higher relative cost of the latter, especially in emerging economies.

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN	ii
I. INTRODUCCIÓN.....	1
II. MARCO TEÓRICO.....	2
2.1. Características de los préstamos y bonos.....	2
2.2. Factores internos de las firmas	4
2.3. Factores externos a las firmas.....	5
2.4. Modelos teóricos	6
III. EVIDENCIA EMPÍRICA.....	7
3.1. Literatura.....	7
3.2. Entrevistas	9
IV. CONCLUSIONES	10
V. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	12

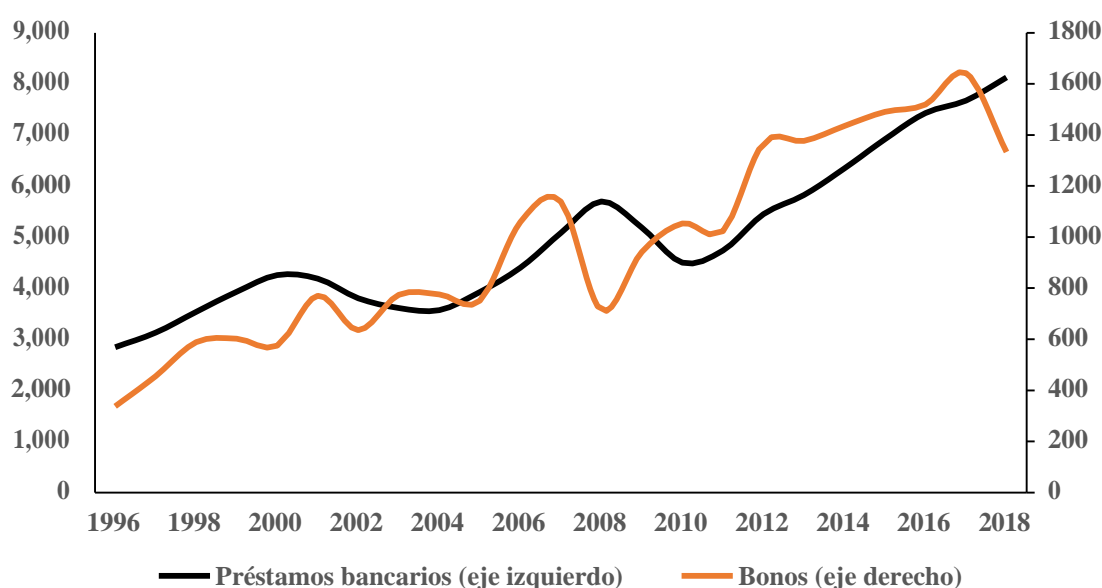
PRÉSTAMOS VERSUS BONOS, VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE CADA TIPO DE DEUDA DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA EMPRESA

I. INTRODUCCIÓN

Con el paso de los años han surgido distintas maneras por las cuáles las empresas logran adquirir el financiamiento necesario para poder solventar sus operaciones y/o incurrir en proyectos de inversión. Estas distintas maneras de financiamiento actualmente toman la forma de préstamos bancarios, emisión de bonos, emisión de acciones, reinversión de utilidades etc. El hecho que existan diversas formas de financiarse se debe a que cada método ofrece ventajas y desventajas distintas. En este caso, nos centraremos en analizar los factores que influyen en que las empresas deciden optar financiarse mediante préstamos bancarios o bonos.

Para entender la relevancia de este tema, es necesario poner en contexto la evolución del mercado de deuda, tanto de bonos emitidos por empresas privadas como de préstamos comerciales otorgados por los bancos. Viendo las estadísticas de Estados Unidos, podemos notar el boom de crecimiento en ambos tipos de financiamiento. Sin embargo, resalta la magnitud de crecimiento del mercado de deuda en general desde mediados de los años 90. En el gráfico 1 se puede apreciar que en Estados Unidos, los préstamos comerciales e industriales casi se triplicaron en el periodo 1996-2018. Aún más, en el mismo periodo la emisión de bonos corporativos casi se cuadruplicó.

Gráfico 1. Evolución de préstamos comerciales e industriales y emisión de bonos corporativos en EEUU (miles de millones de US\$)



Fuente: St. Louis Federal Reserve Bank, SIFMA. Elaboración propia.

El financiamiento es fundamental para el crecimiento y desarrollo de las empresas, independientemente del tamaño que estas posean. Ello abarata el costo del capital de las firmas, pues en la mayoría de casos se utiliza dinero de terceros para incrementar más rápido el desarrollo de un negocio, lo que ofrece una mayor rentabilidad y niveles de crecimiento. Las principales formas de financiamiento son a través de préstamos, emisión de acciones de la empresa, emisión de bonos o deuda y mediante un incremento del capital propio de los dueños.

Las razones por las que una empresa opta por un tipo de financiamiento u otro son diversa. El objetivo del presente trabajo es identificar y explicar los factores por los que una firma elige optar por un préstamo bancario o un bono, a la vez que toman en cuenta las ventajas y desventajas de cada tipo de deuda. Se explicarán los factores internos y externos a las firmas para tomar esta decisión y se pondrán en contexto al caso peruano mediante entrevistas realizadas a empresas. La hipótesis planteada es que son factores tanto externos como internos a las firmas los que influyen en el tipo de deuda que tomarán. Empresas con restricciones de liquidez, pequeñas y con poca reputación son más probables que opten por un préstamo bancario; y que la inestabilidad económica, un mayor riesgo país y pertenecer a un mercado emergente también inciden en la elección de los préstamos sobre los bonos.

El presente trabajo se divide en 4 partes. En la sección 2 se desarrolla el marco teórico con el cual se busca modelar la forma en la que las empresas toman sus decisiones de financiamiento ante distintos instrumentos de deuda. Se explican qué factores son posibles que influyan en esta decisión dadas las ventajas y desventajas de los préstamos y bonos. Asimismo, se da cuenta de que esta decisión no solo depende de las características propias de las empresas que buscan financiamiento y el tipo de inversión a realizar, sino también de su entorno y de variables macroeconómicas del país de residencia. En la sección 3 se presenta evidencia empírica para comprobar las predicciones del modelo. Esta sección se subdivide en evidencia encontrada en la literatura aplicado para distintas economías y en entrevistas realizadas a empresas para aterrizar el análisis al ámbito peruano. Finalmente, se presentan las conclusiones.

II. MARCO TEÓRICO

2.1. Características de los préstamos y bonos

Para empezar, es bueno conocer las principales características de cada tipo de deuda que se analizarán. Los préstamos bancarios suelen tener un plazo de entre 3 meses y 5 años, enfocados en transacciones pequeñas y medianas, generalmente menores a la de los bonos, y suelen estar indexados a la tasa LIBOR. Los principales beneficios que presentan son: una relación cercana con el prestamista (banco); una mayor flexibilidad de repago o de reestructuración en comparación con los bonos; acceso al mercado tanto nacional como internacional, y no es

necesario presentar públicamente información de la empresa. No obstante, suelen presentar las siguientes desventajas: el periodo de repago es corto, se suelen colocar restricciones financieras a la empresa, uso de colaterales, estricto seguimiento por parte del prestamista (monitoreo), y suelen ser más costosos que otros métodos de financiamiento, reflejado en tasas de interés superiores a las de los bonos.

Los bonos, por otro lado, tiene una maduración alta, entre 5 y 30 años generalmente; enfocados en transacciones grandes, mayores a US\$ 250 millones; se requiere una preparación para el *roadshow* del bono y tener al menos 2 ratings públicos, lo cual representan costos hundidos para las firmas. Además, el hecho de participar en el mercado de bonos da señales de reputación para la empresa debido al escrutinio que se le debe hacer para poder acceder a los ratings. Los principales beneficios de los bonos son: el acceso a cuentas globales, grandes inversionistas (*deep pockets*) con largos periodos de maduración y menores tasa de interés en comparación a los bancos, bajas restricciones en el uso del capital obtenido y un mercado transable. No obstante, suelen presentar las siguientes desventajas: se tiene que brindar información completa sobre la empresa (*open kimono*), altos costos de transacción, requiere de al menos 2 ratings públicos, un mercado transable, muchos acreedores y presentan una baja flexibilidad de repago o de reestructuración. Se menciona dos veces el mercado transable ya que esto puede resultar ser tanto beneficioso como perjudicial, dado que el precio de los bonos en el mercado secundario suele ser un síntoma de la situación de la empresa, de su capacidad de pago y de lo que el mercado espera de esta. Ello puede terminar perjudicando o beneficiando un posible refinanciamiento de la deuda u obtener otra entrada de capital por bonos o deuda.

Generalmente el costo del capital que termina pagando una empresa por un bono es mucho menor que la que pagaría por un préstamo. Esto se debe a los costos de monitoreo que tienen los bancos para los préstamos que realizan y estos son cargados dentro de la tasa, además de costos operacionales, del riesgo y rentabilidad que busque cada prestamista (Hale, 2001). Aunque los bonos tienen tasas menores que los préstamos, estos tienen altos costos hundidos debido al *roadshow* y a los ratings públicos que deben obtener (Blackwell & Kidwell, 1998; Bhagat & Frost, 1986). Las características antes mencionadas son fundamentales al momento de decidir el método de financiamiento.

Dadas las características de cada tipo de deuda, se procede a analizar cuáles son los factores que toman en cuenta las firmas para elegir la forma de deuda que más les convenga. Estos factores podemos categorizarlos como internos y externos a la empresa. Los factores internos son aquellos sobre los que la empresa tiene control mientras que los externos son exógenos al poder de decisión de las firmas.

2.2. Factores internos de las firmas

El tamaño que esta posea, sus estados financieros y el momento en el que se encuentre son factores internos que determinarán la decisión a tomar. Se entiende como tamaño de empresa el nivel de ventas que esta posea, el EBITDA, el valor *market-to-book* y la evolución que estos hayan tenido a lo largo de su operación. En tal caso, empresas pequeñas o medianas con ventas moderadas, un EBITDA bajo, problemas de estrés financiero por obligaciones de corto plazo y/o una caja limitada optarán por tomar un préstamo. Puesto que, una relación directa con el prestamista le brinda mayor flexibilidad a la firma y los bancos tienden a comprender mejor la perspectiva del negocio y del mercado donde esta desarrolla sus operaciones debido al seguimiento y monitoreo. Esta sería una de las ventajas más apreciadas de los préstamos por parte de las firmas de este tipo. *Startups*, empresas riesgosas y empresas pequeñas y medianas optarán por estas razones por préstamos financieros. Por otro lado, empresas grandes, con gran disponibilidad de caja, con un alto valor *market-to-book* y una reputación en el mercado, enfocadas en inversiones de gran tamaño tienen una mayor probabilidad de optar por el mercado de bonos. Principalmente por el gran capital que requieren levantar y por su reputación ganada con su historial crediticio, tienen la opción de endeudarse a la menor tasa que brindan los bonos y hacer frente a sus altos costos hundidos.

Empresas nuevas, con poco historial crediticio y sin reputación, optarán por préstamos bancarios para obtener un record crediticio y demostrar que pueden tener resultados positivos con monitoreo por parte del banco. Obtener un buen nivel de reputación hace que las empresas sean calificadas con mayor precisión y con mayor puntuación en los ratings públicos, por lo que buscan demostrar que no requieren ser monitoreadas para futuros levantamientos de capital, lo que les permite participar en el mercado de bonos (Diamond, 1991).

El tipo de inversión que vaya a realizar la empresa también es un factor importante al momento de tomar la decisión entre un bono y un préstamo. Inversiones de empresas grandes, que requieren un volumen alto de capital, un plazo de ejecución de mediano a largo plazo y de las cuáles el mercado tiene perspectivas positivas de crecimiento serán generalmente financiadas por bonos. Por otro lado, inversiones con pocas expectativas de crecimiento y/o de corto plazo de ejecución optarán por financiarse mediante préstamos (Altunbaş et al., 2009).

En resumen, en cuanto a los factores internos de las firmas para la decisión de deuda, la elección de préstamos bancarios estaría en mayor parte relacionada a resultados y estrés financiero que posea una empresa en el corto plazo; mientras que la elección de bonos está relacionada más a una mirada futura de retornos y de confianza por parte del mercado acerca de la inversión (Altunbaş et al., 2009).

2.3. Factores externos a las firmas

El aspecto macroeconómico también incide en la decisión de una empresa al momento de elegir entre un bono y un préstamo. Esta decisión se ve influenciada por el riesgo país donde la firma opera, la estabilidad política, el crecimiento del PBI y del desarrollo del sistema financiero. Ello debido a que los bonos más seguros que se suelen encontrar dentro de un país son los bonos soberano o cuasi-soberanos, ya que es el gobierno el que guía la política monetaria y fiscal en la que se sitúan las empresas. Una empresa privada a lo mucho puede tener una calificación de cuasi soberana, lo que determina la mínima tasa de interés del bono emitido y su maduración. Además, un sistema financiero desarrollado reduce el costo tanto de los bonos y de los préstamos al existir un mayor mercado donde se pueden transar y buscar préstamos y brindan mayor información a prestamistas y prestatarios sobre el mercado.

Empresas que se sitúan en países en desarrollo, con un riesgo crediticio alto o medio, con poca estabilidad política y un sistema financiero desarrollado preferirán financiarse mediante préstamos que por bonos. Esto debido que dado este ambiente macroeconómico el costo del capital de los bonos es alto, hay un mayor riesgo de *default* del país y de la empresa. Además, que en estos países las empresas no suelen tener el tamaño necesario ni la reputación para participar en el mercado de bonos internacionales. Sucede lo opuesto con empresas ubicadas en países desarrollados, con buena estabilidad macroeconómica y con un sistema financiero ya establecido.

Por el lado de los bancos, estos asumen riesgos de no pago en sus préstamos y controlan el *spread* de estos. Incrementos en estas características genera un aumento en el costo del capital para las firmas lo que les dará más incentivos para participar en el mercado de bonos. Además, los bancos poseen más información que los bonistas acerca de las operaciones de las firmas, esto debido a la información interna que poseen de las empresas por el monitoreo que realizan. Dado esto se puede decir que el mercado de préstamos es más eficiente que el de bonos. Debido al monitoreo que realizan los bancos, las probabilidades de que una empresa con préstamo haga *default* son mucho menores a las de un bono, dadas las mismas condiciones de riesgo. Por ello, las fluctuaciones en el precio de los préstamos son mucho menores a las de los bonos (Altman et al., 2003).

Los bancos también tienen la necesidad de tener una buena reputación, sobre otros bancos y sobre otro tipo de prestamistas, para poder brindar más préstamos y de esta manera ganar más beneficios. Esta reputación se obtiene al elegir la correcta renegociación, lo que demuestra un mecanismo de compromiso con los prestatarios en situaciones financieras difíciles. Por esta razón, una mayor cantidad de firmas elegirán tomar un préstamo bancario que participar en el mercado de bonos.

2.4. Modelos teóricos

Un modelo de equilibrio general de la estructura de financiamiento de las empresas entre préstamos y bonos es elaborado por Bolton & Freixas (2000). En este se modelan las decisiones de financiamiento de las firmas a partir de ciertas características propias de las empresas y factores exógenos como los mencionados anteriormente.

Se plantea un modelo donde existen muchas firmas, bancos y agentes que buscan invertir su capital. Las empresas piden financiamiento en un periodo inicial (t_0) y el periodo de ejecución de la inversión dura 2 periodos (t_1 y t_2), en los cuales se materializan los flujos de caja del proyecto de inversión. Además de ello, en t_1 y t_2 se materializan 2 posibles estados de la naturaleza, uno bueno y uno malo, el cual afecta el retorno de la inversión periodo. El objetivo de las firmas es minimizar el costo del capital y el de los bancos maximizar sus beneficios otorgando préstamos de manera eficiente. Existen dos tipos de empresas, las “buenas” con proyectos de inversión que tienen valor presente positivo y “malas” cuyas inversiones poseen un valor presente negativo. Esa información es conocida solo por la empresa. Las empresas se diferencian entre sí por la probabilidad que tiene cada una de obtener buenos flujos de caja en los periodos t_1 y t_2 , dados los posibles estados de la naturaleza. Las empresas “malas” intentarán siempre de imitar a las empresas “buenas” para obtener financiamiento a bajo precio por sus proyectos de inversión riesgosos.

Este modelo explica las mejores decisiones de repago de deuda en cada periodo de tiempo y en cada posible estado de la naturaleza para cada tipo de empresa. La base del modelo está en que sólo los bancos pueden observar el flujo de caja del primer periodo que generan las empresas y con esa información decidir si continuar con el préstamo hasta su maduración o liquidar el proyecto. Ello le da un rol de monitoreo de los bancos sobre las empresas que solicitan préstamos. Este préstamo incluye costos de monitoreo, supervisión y costos de operación de los bancos. En el periodo t_2 , la información de los flujos de caja de ambos periodos es pública tanto para bancos como para bonistas. Esta es la principal distinción entre ambos tipos de financiamientos y es fundamental para la decisión de las firmas entre préstamos y bonos. Los bancos al tener una relación directa con el prestatario, conocen la probabilidad que tenía la empresa de obtener buen flujo de caja en t_1 y con ello pueden determinar el tipo de firma dados sus posibles flujos de caja en cada posible estado de la naturaleza. Dado un estado de la naturaleza adverso, el modelo indicaría que los bancos continuarán con su préstamo hasta su maduración solo con las empresas “buenas” y cancelarían sus préstamos con las otras empresas.

Con ello, en el equilibrio del mercado de capitales, la segmentación de financiamiento de las firmas sería de la siguiente forma: (1) Las empresas más riesgosas (generalmente *startups*) se limitan a emitir *equity*; (2) las empresas que son un poco más sólidas económicamente son

capaces de conseguir préstamos y es lo que generalmente hacen dado que es financiamiento más económico que se acomoda a la forma de flexibilidad financiera que necesitan en caso se manifiesten estados de la naturaleza adversos; (3) Las empresas más seguras o consolidadas prefieren evitar los costos de intermediación y acceden al mercado de bonos (Bolton & Freixas, 2000).

Por otro lado, existe literatura que indicaría que aparte de estas características propias de las empresas y los bancos, factores macroeconómicos de los países donde residen las firmas que necesitan financiamiento también afectan la elección entre bonos y préstamos, especialmente en los mercados emergentes. Hale (2007) propone un modelo desde el punto de vista macroeconómico, en el cual la estabilidad económica del país es un determinante de los tipos predominantes de deuda que consiguen las empresas en un país. El modelo predice que las firmas privadas de países donde los riesgos políticos y económicos son altos no tendrán acceso al mercado de capitales. Además, predice que prestatarios de países cuyo es menor pero aún significativo, emitirán bonos basura, mientras que países donde el riesgo es menor se prestarán en mayor medida mediante bancos, y los países con más seguros tendrán un mercado de bonos de grado de inversión bastante desarrollado (Hale, 2007).

III. EVIDENCIA EMPÍRICA

3.1. Literatura

Se empezará revisando literatura que aborde el análisis de lo que definimos como factores internos de las empresas para luego pasar a revisar lo concerniente a los factores externos que afectan las decisiones de financiamiento.

Altungs et al (2009) investigan los factores financieros de empresas en la emisión de *syndicated loans* o de bonos en la eurozona. Emplean un modelo discreto binomial y multinomial que explica la decisión de financiamiento que toman las empresas, una dummy igual a 1 si la empresa elige un préstamo corporativo y 0 si elige un bono, utilizando como variables explicativas el tamaño (USD millones), deuda de corto plazo sobre deuda total, valor market-to-book, crecimiento de las ventas, ROE, etc. y variables de control del aspecto macroeconómico del país. Los autores encuentran que empresas grandes con altos niveles de deuda de corto plazo y con grandes expectativas de crecimiento elegirán financiarse mediante bonos. Mientras que empresas similares pero con menores o sin oportunidades de crecimiento elegirán el mercado de préstamos. Además, muestran que firmas con altos niveles de estrés financiero optarán por elegir un préstamo sobre un bono, debido al monitoreo que realizan los bancos y a la capacidad de renegociar la deuda de manera más rápida y fácil. En cuanto al tamaño de la firmas, los autores muestran que el tamaño tiene una relación positiva con el uso de ambas formas de financiamiento, y mientras

más pequeñas la firma solo usará el mercado de préstamos bancarios. Finalmente, los autores explican que la emisión de bonos está relacionada a una visión futura que se tendrá de los resultados de la empresa y del valor *market-to-book*, mientras que optar por un *sydicated loan* depende de la situación actual de las firmas (Altunbaş et al., 2009).

Morellec et al (2004) también muestran que las firmas grandes con inversiones de gran valor presente son más probables que se financien mediante bonos o *equity*. Mientras que firmas pequeñas y medianas con un bajo poder de negociación y con mayor posibilidad de entrar en estrés financiero optarán por un préstamo bancaria, debido a la posibilidad de renegociar la deuda (Morellec et al., 2015).

Arena (2011) en su investigación explica que empresas grandes con un buen historial crediticio prefieren ofrecer bonos. Mientras que firmas pequeñas con un buen historial crediticio optaron por pedir un préstamo, al igual que firmas con un historial crediticio regular y finalmente, firmas con un pobre historial optaron por emitir bonos basura (Arena, 2011).

Chemmanur & Fulghieri (1994) y Berlin & Loeys (1988) muestran que prestatarios y empresas con alta probabilidad de dificultades financieras optarán por elegir préstamos de entidades financieras por la mayor facilidad que estas les brindan de renegociar la deuda o liquidarla de manera anticipada, debido al contacto directo que se tienen a diferencia de los bonos, donde hay una gran cantidad de prestamistas con los que no hay un relación directa (Chemmanur & Fulghieri, 1994; Berlin & Loeys, 1988). Por otro lado, Helwege & Liang (1996) encuentran que firmas jóvenes eligen los préstamos sobre los bonos y que solo las firmas más rentables con buenas oportunidad es de inversión elegirán bonos sobre préstamos (Helwege & Liang, 1996).

Diamond (1991) en el estudio que realiza muestra que nuevas empresas se prestan de bancos al inicio para luego emitir deuda. Esto debido al historial crediticio que se adquiere al pedir préstamos y cumplir con el monitoreo exigido por los prestamistas. Por otro lado, el autor también muestra que prestamistas con altos ratings crediticios acceden a menores costos de capital, lo que en parte mantiene el rating crediticio, y no requieren de monitoreo (Diamond, 1991). Con la literatura revisada hasta el momento se puede apreciar que las empresas evalúan la conveniencia de cada tipo de deuda acorde a características propias de las firmas. Se procede ahora a revisar la literatura que estudia el impacto del entorno externo a las empresas para evaluar las ventajas y desventajas de cada tipo de financiamiento.

Por el lado de factores externos a la empresa, Hale (2001) estudia del financiamiento de empresas en países emergentes cuando emiten deuda internacional y la influencia de las condiciones de la economía sobre estas decisiones. Dentro de la categoría de bonos, se necesita hacer la distinción entre “bonos basura” (*junk bonds*) y bonos con grado de inversión (*investment bonds*). La autora dice que esta distinción es necesaria para el análisis es mercados emergentes porque las empresas

que emiten estos bonos no son iguales según su lugar de residencia. Se realiza un análisis multinomial para ver el efecto sobre emitir bonos de inversión, bonos basura o solicitar un crédito bancario. Los resultados que se encuentran son que empresas que se encuentran en países con alto riesgo país y problemas económicos casi no serán capaces de pedir préstamos internacionales o emitirán bonos basura. Empresas situadas en países con menores riesgos crediticios y con economías estables o en crecimiento tendrá más acceso a pedir préstamos y optarán por esta opción en la mayoría de casos. Finalmente, las empresas situadas en países sin riesgo crediticio o con un riesgo muy bajo y economías desarrolladas optarán por los bonos, ya que estos últimos tendrán tasas más bajas y maduraciones más largas (Hale, 2001).

Chemmanur y Fulghieri (1994) muestran que los bancos también tienen incentivos al momento de renegociar los préstamos que dan y de tener una mayor flexibilidad que otras formas de financiamiento. De esta manera el banco ganará una mejor reputación y más clientes lo elegirán para pedir préstamos (Chemmanur & Fulghieri, 1994). Finalmente, Morellec et al (2004) también explican que un incremento en la oferta de créditos, que va de la mano con un mercado financiero desarrollado y reduce los costos de la deuda, tiende a empujar la decisión de elección hacia los préstamos bancarios (Morellec et al., 2015).

3.2. Entrevistas

Además de la evidencia encontrada en la literatura, se realizaron entrevistas a empresas que realizan inversiones y operan en el Perú para poder comprobar la teoría aplicada al caso peruano. En este caso se realizaron entrevistas a una de las empresas encargadas de la construcción de la Línea del Metro 2 de Lima, a la empresa encargada de la construcción y modernización del puerto San Martín en Paracas y a Ernesto Balarezo, director y accionista de Comunal Coworking, Director de Graña y Montero, Gerente general de Gold Fields y COO de Hochschild Mining.

En el caso de la Línea 2 del Metro de Lima, se requirió un levantamiento de capital cercano a los US\$ 2,000 millones, lo cual lo convierte en un proyecto que requiere un nivel muy elevado de capital. El plazo de ejecución de la inversión se tenía previsto en 5 años. La empresa encargada es un consorcio de empresas grandes, lo cual da muestra de la solidez financiera del grupo, lo que hizo además que ganarán la concesión con el Estado. El levantamiento de capital se realizó en 2014, periodo en el cual el Perú aún mantenía tasas elevadas de crecimiento, además de ser considerado como una de las economías emergentes con mayor estabilidad macroeconómica y bajo riesgo país gracias a las políticas fiscales del Estado y las políticas monetarias del Banco Central. Todos estos factores (el tipo de inversión a realizar, las características de la empresa y el entorno macroeconómico) incidieron en que la empresa emita un bono por 5 años para realizar el proyecto.

Para el caso del puerto San Martín, ubicado en la reserva de Paracas en Ica, la empresa necesitaba financiamiento por US\$ 180 millones. El plazo de construcción del proyecto es de 3 años aproximadamente. La empresa en este caso también es un consorcio de empresas extranjeras con buen historial de desarrollo de proyectos de infraestructura en otros países latinoamericanos. En este caso, dada la naturaleza propia del proyecto de inversión en cuanto a monto y plazo, la empresa consideró que lo más económico sería obtener financiamiento mediante un préstamo bancario, el cual se consiguió de un *club* de bancos internacionales.

Ernesto comentó que es muy común para empresas de gran tamaño tener préstamos y bonos como formas de financiamiento, por separado y en conjunto. Lo importante es que el servicio de la deuda no sea muy costoso y pueda ser cubierto por el EBITDA de la empresa y que esta deje flujos de caja positivos. Menciona que la decisión entre elegir uno u otra forma de financiamiento depende del momento en el cual se encuentre la empresa. Por ejemplo, si nunca ha pedido un préstamo, no tiene historial crediticio, lo más recomendable es pedir un préstamo antes que un bono para el financiamiento. Ya que, el historial crediticio es fundamental para las empresas. Otro factor importante es el costo del capital que se está buscando o en muchos casos que se quiere reemplazar. Por ejemplo, menciona que acceder al mercado de bonos puede ser muy útil para reducir la carga de intereses de otras deudas que se tengan y mejorar los márgenes de la empresa. Además, de tener en cuentas las reglas de juego de cada uno de los métodos de financiamiento y alinearlos a como la compañía y los accionistas se sientan cómodos sobre las condiciones que exige cada prestamistas y la información que se está dispuestos a brindar. Finalmente, comenta que dependiendo del tipo de empresa no siempre es recomendable realizar toda la información pública que se pida para poder emitir bonos en el mercado.

IV. CONCLUSIONES

De acuerdo a la literatura revisada, a las entrevistas realizadas y basándonos en el modelo propuesto en el marco teórico. Podemos afirmar que se cumple la hipótesis planteada: empresas pequeñas y medianas, con poco historial crediticio, restricciones financieras, con poca reputación en el mercado y con inversiones menores a 250 millones de dólares elegirán los préstamos sobre los bonos. Ello se daría principalmente por el contacto directo que se tiene con el prestamista; la flexibilidad que ofrece esta forma de financiamiento si es necesario renegociar la deuda; y la oportunidad de generar historial crediticio. Por otro lado, empresas grandes con una gran reputación en el mercado, con buena rentabilidad e inversiones de gran tamaño de las cuales se esperan retornos positivos a largo plazo elegirán emitir bonos sobre pedir préstamos en la mayoría de los casos. Ello debido al menor costo de capital que este mercado ofrece, la menor supervisión que reciben por la cantidad de prestamistas y la gran cantidad de capital que se puede recolectar,

como el caso de la línea 2 del metro de Lima. Estos resultados los muestran Altungs et al (2009), Chemmanur & Fulghieri (1994) y Berlin & Loeys (1988).

Por otro lado, los factores externos también tiene una gran influencia al momento de tomar esa decisión como muestran Hale (2001) y Chemmanur y Fulghieri (1994) en sus respectivas investigaciones. Se encuentra que en países desarrollados con bajo riesgo país, estabilidad política, un crecimiento estable del PBI y con un mercado financiero desarrollado las empresas tendrán más incentivos de optar por emitir bonos, debido al bajo costo de capital que tendrían que pagar. En cambio, en países en desarrollo donde el riesgo, la estabilidad económica y política son menos predecibles y no hay un mercado financiero muy desarrollado las empresas optarán por los préstamos sobre los bonos, porque la diferencia entre los costos de capital ya no es tan significativa. También se identificó que los bancos tienen incentivos para tener buenas relaciones con los prestatarios, para tener una imagen positiva en el mercado y que los prefieran sobre otro tipo de forma de financiamiento y sobre su competencia.

La recomendación a tener en cuenta es la viabilidad del modelo mostrado en el marco teórico en el mercado peruano, y determinar si se cumple los mismos factores presentados en la evidencia empírica o si el caso peruano tiene particularidades que se cumplen para poder entenderlas y poder compararlas con otros estudios.

V. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Altman, E., Gande, A., & Saunders, A. (2003). Informational efficiency of loans versus bonds: Evidence from secondary market prices. In *Working Paper* (Issue February).
- Altunbaş, Y., Kara, A., & Marqués-ibáñez, D. (2009). Large debt financing syndicated loans versus corporate bonds (Issue 1028). European Central Bank.
- Arena, M. P. (2011). The corporate choice between public debt, bank loans, traditional private debt placements, and 144A debt issues. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 36(3), 391–416.
- Berlin, M., & Loeys, J. (1988) Bond covenants and delegated monitoring. *The Journal of Finance*, 43(2), 397–412.
- Bolton, P., & Freixas, X. (2000). Equity, bonds, and bank debt: Capital structure and financial market equilibrium under asymmetric information. *Journal of Political Economy*, 108(2), 324–351.
- Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (1994). Reputation , Renegotiation , and the Choice between Bank Loans and Publicly Traded Debt. *The Review of Financial Studies*, 7(3), 475–506.
- Diamond, D. (1991). Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt. *Journal of Political Economy*, 99(4), 689–721.
- Hale, G. (2001). Bonds or Loans? On the Choice of International Debt Instrument by Emerging Market Borrowers. *Journal of Economic Literature*, 1–49.
- Hale, G. (2007). Bonds or loans? The effect of macroeconomic fundamentals. *The Economic Journal*, 117(516), 196–215.
- Helwege, J., & Liang, N. (1996). Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms. *Journal of Financial Economics*, 40(3), 429–458.
- Morellec, E., Valta, P., & Zhdanov, A. (2015). Financing investment: The choice between bonds and bank loans. *Management Science*, 61(11), 2580–2602.